

学校编码: 10384

分类号_____密级_____

学号: 15420071151236

UDC_____

厦门大学

硕士学位论文

我国通货膨胀及其对股市影响的研究

Analysis of Inflation and Its Impact on Stock Market

邢秋羽

指导教师姓名: 杨 灿 教授

专业名称: 国民经济学

论文提交时间: 2011 年 5 月

论文答辩日期: 2011 年 5 月

学位授予日期: 2011 年 月

答辩委员会主席: _____

评 阅 人: _____

2011 年 5 月

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1.经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2.不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

厦门大学博硕士论文摘要库

摘 要

中国虽然已经摆脱经济危机的阴影,但是之前普遍使用的宽松的货币政策在抵御这场席卷欧美的经济危机之余也推高了中国的商品价格,人民的生活成本也大幅提升,出现了持续的高通货膨胀。然而股票是否是抵御通货膨胀的投资方式?股票收益与通货膨胀之间到底有怎样的关系?这些就成为本文拟探讨的主要问题。

古典学派经济学者费雪(1930)提出的“费雪效应”表明,资产价格能够充分体现通货膨胀率的变动,当通货膨胀率发生变化时,股票名义收益率会做出相应的调整,而实际收益率保持不变,因此股票收益和通货膨胀之间存在正相关关系,股票投资是能够有效抵御通货膨胀的保值品。但是,当研究不同国家市场的时候,结果却发现股票实际收益与通货膨胀的关系并不那么稳定,而是随着时间的变化和国家的不同而呈现不同的结果。

本文通过分析世界经济和中国经济背景,确定并剖析了导致本次通货膨胀的几个原因,包括泛滥的流动性、国际大宗商品的提价以及中国国内人力资本的上涨等。通过对翘尾因素和宏观经济走势的分析,本文认为我国的通货膨胀情况在2011年仍将持续,并可能达到新高,之后才会有所好转。最重要的是,通过定性和定量分析相结合的方式,本文发现通货膨胀对股票收益率的影响存在滞后性,且负相关关系并不显著;换言之,通货膨胀对股票收益率基本是没有影响的,股票市场的走弱有可能是国家行政调控和货币紧缩的结果。最后,文章建议我国政府在控制这次通货膨胀中采取加息和适度收紧流动性的方法,最好继续加大政府对社会公共服务领域、农村建设和新兴产业的支持力度,以此构成今年财政政策的主基调。

关键词: 通货膨胀; 股票收益率; VAR; 脉冲响应函数

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

Although China has emerged from the shadow of economic crisis, the widespread use of the loose monetary policy, which aimed to resist the crisis sweeping over Europe and U.S., also pushed commodity prices higher in China. As a result, the living cost has increased dramatically while the sustained high inflation has emerged. Under these circumstances, whether the stock is a proper investment against inflation and what kind of relationship exists between stock returns and inflation become the main issues discussed in this paper.

“Fisher Effect”, proposed by Classical economist Fisher (1930), states that asset prices can fully reflect changes in the inflation rate. When the inflation rate changes, nominal stock returns will be adjusted accordingly and real returns remain unchanged. As a result, stock is an investment product we can use to effectively hedge against inflation because of the positive correlation between stock return and inflation. However, when analyzing markets of different nations, we realize that the relationship between real stock return and inflation is not very stable. Instead, it differs as we change the interval and nation.

This paper, by analyzing international and domestic economic background, identifies several causes of inflation which include excessive liquidity, price increase of international commodity and increase of domestic human capital price. After analyzing the tail-raising factor and macro economic conditions, this paper concludes that inflation will continue to exist in 2011 with some possibility to reach new high and begin to stabilize after that. Most importantly, combining the qualitative and quantitative analysis, this paper realizes there is a time lag between inflation and corresponding stock return and the negative correlation is not significant. In other words, inflation has little or even no impact on stock return. The weak performance of stock market may be a result of governmental administrative adjustment and tight

monetary policy. At the end, this paper proposes that in order to control inflation, government should increase interest rate, tighten liquidity and strengthen the support to social public service, rural construction and innovative industry which constitute the main tune of the fiscal policy.

Key Words: Inflation; Stock Return; VAR; Impulse Response Function

厦门大学博硕士论文摘要库

目录

第 1 章 绪 论	1
1.1 研究背景和意义	1
1.2 国外研究文献综述	1
1.3 国内研究现状	2
1.4 研究阶段所处的世界经济环境	3
1.4.1 危机后各经济体的表现	3
1.4.2 石油危机的担忧和影响	4
1.4.3 大宗商品价格上升	5
1.4.4 仍然不确定性的 2011 年	5
1.5 本文的研究方法和框架结构	6
第 2 章 中国股票市场的发展和特点	7
2.1 基础研究背景	7
2.1.1 股票市场的产生和发展	7
2.1.2 中国股票市场的发展	8
2.1.3 中国股票市场的阶段划分及其特点	8
2.2 中国宏观经济与股市的关系	11
2.2.1 近年来中国经济的基本状况	11
2.2.2 经济增长与股票收益率的关系	12
第 3 章 关于中国通货膨胀的若干理论分析	15
3.1 通货膨胀的类型和特点	15
3.2 通货膨胀与利率和股价的关系	16
3.3 对我国通货膨胀情况的若干分析	18
3.3.1 我国历年通货膨胀描述	18
3.3.2 实际通胀程度被低估	21

3.3.3	通胀成因	22
3.3.4	对未来通胀水平的预测	24
3.3.5	通胀期间的股市反映	25
3.3.6	总结	26
第 4 章	实证分析	28
4.1	指标选取和数据来源	28
4.2	分析方法和模型	28
4.2.1	单位根检验 (ADF)	28
4.2.2	协整关系检验 (Cointegration Test)	30
4.2.3	向量自回归模型 (VAR)	30
4.2.4	脉冲响应函数 (IRF)	31
4.3	实证分析结果	31
4.3.1	序列平稳性检验结果	31
4.3.2	协整检验结果	32
4.3.3	VAR 模型检验结果	32
4.3.4	脉冲响应函数结果	33
4.4	结论总结	34
第 5 章	有关政策的思考和建议	36
5.1	政策建议	36
5.2	本文的局限和尚待研究的问题	39
参考文献		40
致谢语		42

Contents

Chapter 1 Introduction	1
1.1 Background and Significance	1
1.2 Foreign Documents Summary	1
1.3 Domestic Research Situation	2
1.4 World Economic Environment.....	3
1.4.1 Performance of Economies	3
1.4.2 Concerns about Oil Crisis.....	4
1.4.3 Commodity	5
1.4.4 Uncertained 2011	5
1.5 Research Methods and Paper Structure	6
Chapter 2 Development and Characteristics of Stock	7
2.1 Research Background	7
2.1.1 Emergence and Development of Stock Market.....	7
2.1.2 Development of China's stock market.....	8
2.1.3 Stages of Chinese Stock Market.....	8
2.2 Relationship Between China's Economy and Stock Market	11
2.2.1 Basic Situation of China's Economy	11
2.2.2 Relationship Between Economic growth stock returns	
	12
Chapter 3 Theories of China's Inflation.....	15
3.1 Types and Characteristics of Inflation.....	15
3.2 Relationship Between Inflation,Interest Rate and Equity	16
3.3 Analysis of China's Inflation	18
3.3.1 Description of Inflation Over the Years.....	18
3.3.2 Underestimated the Actual Inflation.....	20

3.3.3	Causes of Inflation.....	22
3.3.4	Forecasts Future Inflation.....	24
3.3.5	Equity During Inflation Period.....	25
3.3.6	Conclusion.....	26
Chapter 4 Empirical Study.....		28
4.1	Indicators and Data Sources.....	28
4.2	Introduction of Models.....	28
4.2.1	Augmented Dickey-Fuller Test	28
4.2.2	Cointegration Test	30
4.2.3	Vector Autoregression	30
4.2.4	Impulse Response Function.....	31
4.3	Results of Empirical Study.....	31
4.3.1	Result of ADF Test.....	31
4.3.2	Result of Cointegration Test.....	32
4.3.3	Result of VAR.....	32
4.3.4	Result of Impulse Response Function.....	33
4.4	Conclusion of Empirical Study	34
Chapter 5 Thoughts and Suggestions.....		36
5.1	Policy Recommendations	36
5.2	Limitations and further study	39
References		40
Acknowledgements.....		42

第1章 绪 论

1.1 研究背景和意义

中国股票市场从无到有，从小到大，经历了从不规范的投机市场到逐渐规范的价值投资的过程。经过 20 年的发展，我国股票的发行和交易都已经取得了举世瞩目的成绩，也吸引了大量的投资者涌入股票市场。以股票作为投资品，投资者的目的就是获得超额收益，或者规避通货膨胀所带来的货币贬值的风险。

2007 年的全球大牛市使道琼斯指数、标准普尔指数、泛欧指数、日经指数以及中国的上证指数都达到了峰值。之后，随着美国次债危机的爆发，全球各国均陷入了严重的经济危机，GDP 增速明显下降。道琼斯指数在 2010 年最后一个交易日达到 11256 点较 2007 年峰值 14066 点还差二千多点。上证指数在 07 年创出新高后也经历了大幅下跌。

虽然 2010 年各国都逐渐摆脱经济危机的阴霾，但是各国在应对经济危机的过程中普遍使用了宽松的货币政策。例如美国发行了大量的美元来支撑股市，中国前所未有的放宽了信贷，银行贷款和存款利率都达到了很低水平。在抵御这场席卷欧美的经济危机之余，宽松的货币政策也推高了中国的房地产价格以及人力成本。在 2010 年的中国，这些货币产生的后果逐渐显现，食品价格不断推高，房价一次次冲击新高价，人民的生活成本也大幅提升，出现了持续的高通货膨胀。虽然中国一直保持非常高的 GDP 增速水平，但是在 2010 年通货膨胀话题被放大化，大众都在关心通过何种方式保卫自己的财富，“黄金、债券、股票、理财产品”等被津津乐道。

然而股票收益是否能抵御通货膨胀所带来的货币贬值损失呢？股票是否能作为货币保值、增值的投资品呢？股票收益与通货膨胀之间到底有怎样的关系？应对通货膨胀的政策是否会给股票收益率带来影响？作为股票投资者和政策决策者在通货膨胀日益严重的大背景下都应该对这些问题有所关注的。

1.2 国外研究文献综述

其实股票收益与通货膨胀之间的关系一直是金融经济学家热衷研究的问题。早在 20 世纪 70 年代，西方国家处在高通货膨胀的环境中，而通货膨胀可以使财

富在大众之间进行重新分配。所以人们在进行投资决策时，不但要考虑投资的收益与风险，还要考虑其是否能抵抗通货膨胀带来的货币购买力的损失，即投资标的物是否具有保值增值性。

著名的费雪假说(Fisher, 1930)认为，资产价格能够充分体现通货膨胀率的变动，当通货膨胀率发生变化时，股票名义收益率会相应做出调整，而实际收益率保持不变，因此股票收益和通货膨胀之间存在正相关关系，股票投资是通货膨胀的保值品。随着金融市场的发展，Bodie(1976)、Nelson(1976)、Fama and Schwert(1977)等先后发现美国的股票收益和通货膨胀之间存在负相关关系。为了在资产定价理论框架内解释这一令人困惑的异象，Fama(1981)提出了“代理假说”，认为股票价格反映了公司盈利水平，股票实际收益与实际经济增长正相关，通货膨胀上升预示着实际经济增长降低，从而降低了股票收益。因此股票收益和通货膨胀同时受到实际经济的影响而向相反方向运动，出现负相关关系，这种负相关只是股票收益与实质经济正相关的一种“代理”表现形式。

当研究不同国家市场的时候，结果发现比预计更加复杂。Gultekin(1983)分别对美国以外的26个国家1949-1979年的时间序列和截面数据分析结果显示，股票实际收益与通货膨胀的关系并不稳定，随着时间的变化和国家的不同而呈现不同的结果，总体上较高的通货膨胀总是伴随者较高的收益。McCarthy, Najand and Seifert(1990)分别检验了美国、英国、德国的股票市场数据，发现股票收益与通货膨胀保持显著的负相关，但与实际经济的相关关系不显著，并不支持代理假说理论。Boudhouch and Richarson(1993)实证研究了美国1802-1990和英国1820-1988年年度数据后发现，股票收益率和通货膨胀率呈现正相关，符合费雪假说，否定代理假说。Spyrou(2004)实证分析了新兴市场，发现股票收益与通货膨胀的负相关并不显著，他认为这是通货膨胀与货币供应量和实际经济都有正相关关系的结果，股票投资相当程度上还是通货膨胀的有效保值品。

1.3 国内研究现状

中国股市发展较晚，从1990年底上海证交所成立到2004年不过14年的历史。对中国股票收益率和通货膨胀的研究为数不多。最早的实证研究见靳云汇(1998)对我国股票价格和通货膨胀的分析，靳云汇认为股票价格和通货膨胀反向变动。赵兴球(1999)指出中国股票收益与通货膨胀存在显著负相关，产出与

股票收益存在正相关,但控制了产出对通货膨胀的影响之后,股票收益与通货膨胀的关系消失。这个结果支持了 Fama 的代理假设理论。Luc Soenen and Robert Johnson (2001) 在研究通货膨胀对中国的工业生产和股市收益的影响中,发现 B 股、H 股和红筹股的股票收益与实际产出显著正相关,而通货膨胀几乎不起作用;但无论实际产出还是通货膨胀的变化都不影响 A 股的股票收益。刘金全、王风云 (2004) 通过实证分析指出由于高通货膨胀引起高通货膨胀的波动性,降低了股票实际收益率,通货膨胀率的波动性与股票实际收益率之间为负相关关系。刚猛、陈金贤 (2004) 通过 1995 年 1 月至 2002 年 10 月期间的数据,证明了在货币供给表现为非顺周期特性下,股票收益与通货膨胀呈明显负相关关系,并且这种关系是稳定的,支持了 Kaul 的假设。

1.4 研究阶段所处的世界经济环境

2010 年,世界经济开始步入复苏期。在经历了 2009 年的战后首次产出负增长后,2010 年转为正增长并已持续了四个季度,显示出世界经济已经走出了经济危机的阴霾。从处理金融危机的方法和过程来看,各国政府普遍采取积极财政政策和宽松货币政策,这些政策对促进全球经济快速复苏上效果明显,但“凯恩斯主义”的经济刺激方案必然对后期经济发展带来严重的副作用:政府过重的财政赤字或引发债务危机,流动性过剩将导致资产价格的疯狂上涨,同时产生严重通货膨胀等。研究这个期间的世界经济背景对深入理解中国所处形势和应用政策有非常大的帮助。首先,介绍经济危机后各个主要经济体的情况,然后简单介绍石油和大宗商品价格情况。

1.4.1 危机后各经济体的表现

整体上看,世界经济正处于复苏后的康复期。世界经济在 2010 年以 3.0% 的速度增长,发达国家以约 1.67% 的速度增长,发展中国家的经济增长率可以达到 5.1%~5.7%,其中美国经济增长率为 3.1%,欧元区经济较弱,增长率为 1.7%,日本经济增长率为 2.6%,中国经济增长率为 10.3%,印度经济增长率 9.7%,此外俄罗斯经济增长率为 4.0%。

美国在经历了连续四个季度的负增长后,2009 年三季度转为正增长。对美国经济复苏贡献最大的是国内私人投资和个人消费支出的增长。目前,美国失业率居高不下,消费者和投资者信心仍未完全恢复,以稳定金融市场为主要目标的

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库